

首旅酒店收购如家酒店集团

案例简介:首旅酒店是国内大型综合性旅游上市公司,主要从事酒店管理、景区、旅行社等业务。近年来公司以“调整结构、创新经营、强化管理、中国服务”为总体工作方针,将自身发展定位于以酒店经营管理为主营业务的系列品牌发展平台。如家酒店集团于2006年10月在美国 Nasdaq Global Market 上市,是中国酒店业海外上市第一股。如家酒店集团希望借首旅酒店收购的机会回归中国资本市场,首旅酒店则希望实现收购优质酒店资产、进行混合所有制改革及夯实与携程的战略合作基础等目的。本次交易大体上可分为两个主要部分:第一部分是采用重大现金购买的方式实现如家酒店集团的私有化。第二部分是通过跨境换股的方式最终完成如家酒店集团整体注入首旅酒店。上述两部分交易同步推进,如家酒店集团的私有化及整体注入首旅酒店同步完成,实现了境外上市公司一步注入 A 股上市公司的交易。

一、交易背景

(一) 如家酒店在境外市场估值不理想

如家酒店于2016年在纳斯达克上市。但是,

如家的酒店项目基本都在中国境内,而海外投资者并不十分了解中国市场的情况,且由于中国市场发展迅速,有些模式和策略非常符合中国市场但是却并不能完全被海外投资者接受。上述原因造成了如家在美股市场的股价和市值整体不理想。另外,之前较多企业海外上市主要因为海外上市限制条件较少,但随着中国 A 股证券市场的逐步发展,目前无论是境内宏观政策还是 A 股市场估值都占据优势。2015 年境外上市公司私有化回归步伐加快,宣布发起私有化的境外上市公司已有将近 30 家。

(二) 首旅酒店整合业内资源

经历了近 30 年的高速发展,近年来中国酒店行业进入了整合布局与谋求创新的时代。星级酒店业务定位将产生分化,品牌影响力的作用日益显著,是稳定市场占有率的必备手段。

如家酒店集团经过多年的发展,形成了行业领先的国内连锁酒店网络体系,旗下现有如家酒店、莫泰酒店、云上四季酒店、和颐酒店和如家精选酒店等五个酒店品牌,且各有侧重:和颐酒店是全感官人文商旅型连锁酒店品牌,如家精选酒店是全感官创意商旅型连锁酒店品牌,如家酒店是温馨舒适的商旅型连锁酒店品牌,莫泰酒店是时尚简约的商旅型连锁酒店品牌,云上四季是地域风情的商旅型连锁酒店品牌。截至 2015 年 9 月 30 日,如家酒店集团旗下共拥有 2787 家已开业酒店,其中如家酒店 2273 家,莫泰酒店 409 家,云上四季酒店 30 家,和颐酒店 56 家,如家精选酒店 19 家;直营酒店 917 家,特许加盟酒店 1870 家。

首旅酒店作为北京市具有重要影响力的酒店运营商,酒店业务主要集中于北京市内,大部分酒店分布在北京长安街、金融街、CBD、前门旅游商业区、天桥文化区、国家图书馆等最繁华区域,具有悠久的历史,在社会上拥有很高的美誉度。

本次交易,有利于首旅酒店进一步整合业内资源,完善酒店品牌系列,形成覆盖“豪华”、“高档”、“中档”、“经济型”全系列的酒店业务;有利于首旅酒店旗下品牌种类的丰富,活跃用户人数及会员数的大幅增加,并将其影响力覆盖至全国;有利于首旅酒店实施“品牌+资本”的发展战略,利用如家酒店集团的多品牌优势和较高的市场认可度,进

一步提升影响力,同时在资本层面注入新的血液;有利于首旅酒店进一步完善产业布局,增强酒店主业的规模与实力,扩大现有市场份额,优势互补,充分发挥交易协同效应;有利于首旅酒店与携程在线上、线下的长期战略合作,是首旅酒店实践“互联网+”国家战略的重要举措,还有助于首旅酒店依托互联网以及移动互联网技术进行线上、线下的业务融合。

(三) 实践国有企业混合所有制改革

2015年9月13日,中共中央、国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》,对国企改革进行了顶层设计和总体部署。2015年8月23日,国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》,鼓励各类资本参与混合所有制改革,建立健全现代企业治理机制。本次交易,首旅酒店对 Nasdaq Global Market 上市公司如家酒店集团进行私有化,是利用公开市场进行的市场化操作,是实践国有企业混合所有制改革的重要举措。本次交易有利于上市公司股权的多元化,整合旗下优质酒店资产,为促进国有资本的保值增值、优化资源配置、推动产业结构调整奠定了坚实基础。

二、交易方案

(一) 交易各方

1. 上市公司——首旅酒店

首旅酒店成立于1999年,于2000年5月在上海证券交易所上市,是国内大型综合性旅游上市公司,主要从事酒店管理、景区、旅行社等业务。近年来,首旅酒店自身发展定位于以酒店经营管理为主营业务的系列品牌发展平台,与控股股东首旅集团进行资产置换,集中发展优势主业。2014年收购南苑股份和雅客怡家股权,完成酒店资产与品牌的规模扩张;同时置出神舟国旅股权,剥离旅行社业务,促进公司集中资源做大做强酒店主业。近三年,首旅酒店的主要利润来源为酒店板块和景区板块,其中2015年公司酒店业务共计实现营业收入97,749万元,占比73.34%;景区运营业务实现营业收入35,531万元,占比

26.66%。2015年实现利润总额14,675万元。其中,景区运营业务实现利润总额8288万元,占比49.51%;酒店业务实现利润总额8449万元,占比50.48%。

2. 标的资产——如家酒店

如家酒店于2006年10月26日在Nasdaq Global Market上市,是中国酒店海外上市第一股。如家酒店集团是一家经济连锁型及中档型酒店管理公司,旗下主要拥有五大品牌,其中经济型酒店系列主要以如家酒店、莫泰酒店和云上四季酒店三个品牌为主,中高档酒店系列以和颐酒店和如家精选两大品牌为主。在上述五大品牌的基础上,如家酒店集团于2015年新推出了逗号公寓及云系列酒店,以进入长租公寓市场,并进一步丰富商旅连锁酒店的创新元素。同时,如家酒店集团主要实行直营与特许加盟并行发展的经营模式,在保持直营酒店稳步发展的同时,持续增加特许加盟酒店的开发力度。截至2015年12月31日,如家酒店集团资产总额93.82亿元,净资产53.40亿元,2015年如家酒店集团营业收入总额66.14亿元,净利润1.33亿元。旗下共拥有2922家已开业酒店,其中如家酒店2,341家,莫泰酒店422家,云上四季29家,和颐酒店68家,如家精选53家,逗号公寓2家,云系列酒店7家;租赁经营酒店929家,特许加盟酒店1987家,特许非经营酒店6家。

(二) 交易方案

在交易各方多元化利益诉求的推动下,本次交易方案涉及私有化交易和跨境换股交易,交易方案包括三部分:(1)向如家酒店非主要股东支付现金对价,实现如家酒店集团的私有化;(2)向首旅集团、携程上海、沈南鹏等主要股东发行股份购买如家集团19.60%的股权;(3)募集配套资金。

1. 71.78亿元现金收购如家酒店65.13%的股权,实现如家酒店集团的私有化

(1) 现金购买非主要股东股权

首旅酒店拟通过设立境外子公司,以合并方式向如家酒店集团非主要股东支付现金对价,获得如家酒店集团65.13%股权,实现如家酒店集团的私有化。

首旅酒店通过在境外新设的两层特殊目的公司首旅酒店(香港)

及首旅酒店(开曼)执行本次私有化交易。根据首旅酒店、首旅酒店(香港)、首旅酒店(开曼)及如家酒店集团签署的《合并协议》，首旅酒店拟以每股普通股 17.90 美元及每股 ADS(每股 ADS 为两股普通股) 35.80 美元的价格向如家酒店集团非主要股东支付现金对价,交易总对价为 11.24 亿美元,约合 71.78 亿元。

《合并协议》交割时,如家酒店集团非主要股东持有如家酒店集团 65.13% 的股权将被注销登记,首旅酒店(香港)将向如家酒店集团非主要股东提供现金对价。首旅酒店(开曼)将被如家酒店集团吸收合并并终止存续,由如家酒店集团作为存续公司。本次重大现金购买交易架构及交易示意图如图 1 所示:

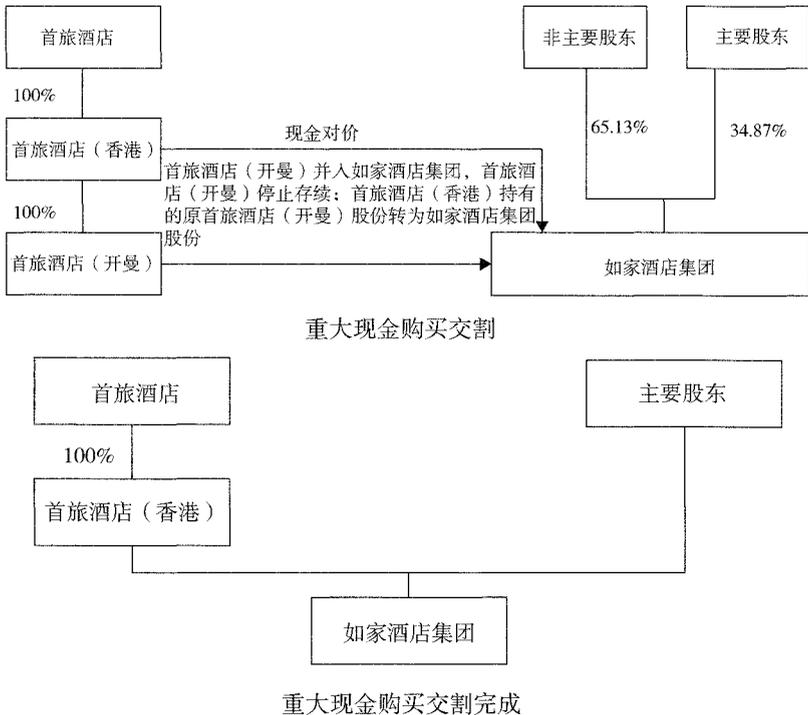


图 1 本次重大现金购买交易架构及交易示意图

(2) 收购资金来源

收购资金主要来自贷款,工行纽约分行承诺于如家酒店集团私有化交割时向首旅酒店(香港)提高最高 12 亿美元的贷款。

2. 向主要股东发行股份购买如家集团 34.87% 的股权

首旅酒店拟向首旅集团发行股份购买 Poly Victory 100% 股权,向携程上海、Wise Kingdom、沈南鹏、Smart Master、孙坚、Peace Unity、宗翔新等首旅集团以外的其他发行对象,购买其合计持有如家酒店集团 19.60% 的股权。由于 Poly Victory 主要资产为如家酒店集团 15.27% 股权,本次发行股份购买资产交易完成后,首旅酒店将通过直接及间接方式持有如家酒店集团 34.87% 股权,具体情况如图 2 所示:

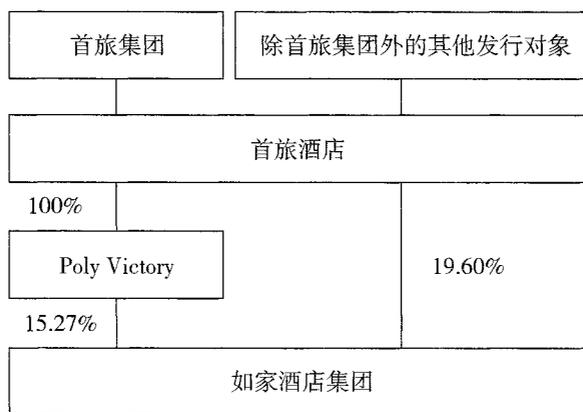


图 2 首旅酒店持股图

另外,由于如家酒店为美国上市公司,所以发行股份购买资产的交易价格不以评估报告为依据,而是以如家酒店集团的市值、净资产、同类公司的估值水平等为依据。本次发行股份购买资产对应的如家酒店股权的交易价格为每股普通股 17.90 美元、每股美国存托股份 35.80 美元,据此确定的发行股份购买资产的交易价格为 38.73 亿元。首旅酒店最终确定的发行价格为 15.54 元/股。

3. 募集配套资金 38.74 亿元

由于上市公司拟以现金方式支付本次重大现金购买的交易对价,为提高本次重组绩效,缓解后续上市公司偿债压力,首旅酒店拟采用询

价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金,总金额不超过 38.74 亿元,扣除本次重组中介机构费用及相关税费后,将用于收购如家酒店集团股权或置换本次交易中预先投入的部分银行贷款。

4. 控股股东首旅集团发行可交换债

首旅集团于 2015 年 12 月 23 日发行私募 EB“15 首旅 EB”,共计募资 3.43 亿元,票面利率为 0.095%,到期日期为 2018 年 12 月 23 日。15 首旅 EB 不设任何特殊条款,换股期为 2016 年 6 月 23 日之后,初始换股价格为 18.55 元/股,后经除息除权调整为 18.40 元/股。该 EB 全部定向发行给了如家酒店的主要股东,其中,沈南鹏认购债券 8499 万元(可换为 458 万股),携程认购债券 16,397 万元(可换为 884 万股),王碧君(梁建章的母亲)、孙坚、金蕊文(如家酒店集团首席战略官吴亦泓的母亲)、李向荣(如家酒店集团首席财务官)、宗翔新通过五个定向资产管理计划分别认购债券 472 万元、2790 万元、3091 万元、1846 万元、1202 万元(分别可换为 25 万股、150 万股、167 万股、100 万股、65 万股)。

(三) 本次交易构成关联交易

1. 本次重大现金购买构成关联交易

根据《股票上市规则》,与关联人共同投资的交易构成关联交易。本次重大现金购买交易前,首旅酒店的关联方 Poly Victory 持有如家酒店集团 15.27% 股权。本次重大现金购买交易完成后,首旅酒店将通过首旅酒店(香港)间接持有如家酒店集团的股权。由于本次重大现金购买交易完成后,首旅酒店与关联方 Poly Victory 将共同投资于如家酒店集团,故本次重大现金购买构成关联交易。

2. 本次发行股份购买资产构成关联交易

本次发行股份购买资产的交易对方之一为首旅酒店的控股股东首旅集团。此外,本次发行股份购买资产交易完成后,不考虑配套融资因素,携程上海将持有上市公司超过 5% 的股份,且沈南鹏及其下属子公司 Smart Master 也将合计持有上市公司超过 5% 的股份,根据《股票上市规则》构成关联关系。因此,本次发行股份购买资产构成关联交易。

3. 本次交易不会导致公司控制权发生变化,不构成借壳上市

本次交易前,上市公司总股本为 231,400,000 股,首旅集团持有公司股份 139,108,056 股,占公司股本总额的 60.12%,为公司的控股股东;北京市国资委持有首旅集团 100% 股权,为公司的实际控制人。

本次交易中,首旅酒店拟向首旅集团等 8 名发行股份购买资产的交易对方发行 246,862,552 股。此外,首旅酒店拟采用询价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金,根据募集配套资金上限和发行底价计算,本次交易募集配套资金所发行股份数量不超过 246,862,556 股。本次交易完成前后公司的股权结构如下表所示:

本次交易完成前后公司股权结构表

股东名称	考虑配套融资		本次发行 股份数	不考虑配套融资	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)		持股数量 (股)	持股比例 (%)
首旅集团	248,326,817	34.25	109,218,761	248,326,817	51.92
携程上海	104,901,899	14.47	104,901,899	104,901,899	21.93
Wise Kingdom	2,311,317	0.32	2,311,317	2,311,317	0.48
沈南鹏(Nanpeng Shen)	2,735,317	0.38	2,735,317	2,735,317	0.57
Smart Master	25,195,114	3.47	25,195,114	25,195,114	5.27
孙坚	219,539	0.03	219,539	219,539	0.05
Peace Unity	1,666,729	0.23	1,666,729	1,666,729	0.35
宗翔新	613,876	0.08	613,876	613,876	0.13
其他不超过 10 名配套融资特定投资者	246,862,556	34.04			
其他股东	92,291,944	12.73	—	92,291,944	19.30
股份总计	725,125,108	100	246,862,552	478,262,552	100

不考虑配套融资因素,本次交易完成后,首旅集团持有首旅酒店总股本的 51.92%,携程上海将持有上市公司超过 5% 的股份,且沈南鹏及

其下属子公司 Smart Master 也将合计持有上市公司超过 5% 的股份；考虑配套融资因素（募集配套资金发股数量按上限即 246,862,556 股计算），本次交易完成后，首旅集团持有本公司总股本的 34.25%，仍为公司的控股股东，北京市国资委仍为公司的实际控制人。因此，本次发行股份购买资产交易不会导致上市公司控制权发生变化。

公司自上市之日起实际控制人未发生变更，本次发行股份购买资产交易亦不会导致公司实际控制权变更，不属于《重组管理办法》第 13 条规定的借壳上市情形。

4. 股份锁定期安排

首旅集团因本次发行股份购买资产取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 36 个月内不得转让。携程上海因本次发行股份购买资产取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 36 个月内不得转让。Wise Kingdom、沈南鹏、Smart Master、Peace Unity、孙坚、宗翔新因本次发行股份购买资产取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。如取得上市公司本次发行的股份时，对于认购股份的股份持续拥有权益的时间不足 12 个月的，则取得的上市公司股份自股份发行结束之日起 36 个月内不得转让。

三、本次交易的特点

（一）如家酒店私有化的同时完成 A 股证券化

如家酒店本次回归成功的主要原因之一在于如家酒店私有化和首旅酒店作为境内上市公司收购如家酒店。如家酒店设立之初就与首旅集团相关，境外上市的过程中首旅集团通过 Poly Victory 参与其中。在如家酒店的私有化过程中，如家酒店的管理团队无须像当时流行的模式那样借助基金资金完成私有化，而是由首旅酒店负责筹集，资金压力主要不在管理团队方，而在首旅方；私有化后也无须在境内寻找“壳资源”，而是私有化的同时注入 A 股上市公司首旅酒店，完成如家酒店的 A 股证券化。

(二) 多样化融资手段缓解资金压力

本次交易中,涉及的现金交易总对价为 11.24 亿美元,约合 71.78 亿元。首旅酒店在现金收购前就获得工行纽约分行的《贷款承诺函》,承诺于如家酒店私有化交割时提供最高 12 亿美元的贷款,贷款期限为一年,预计财务费用可能达到 2.6 亿美元。截至 2015 年 9 月 30 日,首旅酒店的资产负债率已经达到 66%,高于行业平均水平,本次重大现金购买交易完成后,首旅酒店的资产总额为 1,738,581.44 万元,负债总额为 1,415,521.96 万元,公司资产规模及负债规模均有较大幅度的提高,由于公司借入较高额度的银行贷款,致使本首旅酒店的资产负债率升高为 81.42%。

为缓解后续上市公司偿债压力,首旅酒店拟募集总金额不超过 38.74 亿元配套资金,若配套募集资金获批并成功发行,则首旅酒店每年将预计减少约 1.3 亿元财务费用。同时,首旅酒店还向大股东申请 8 亿元的财务资助,资金使用费率不高于中国人民银行同期贷款基准利率。

首旅酒店通过向如家酒店关联股东发行股份的方式,进一步降低了本次交易对现金的需求。私有化后,如家酒店关联股东仍持有如家酒店 34.87% 股权,对应的交易价格为 38.73 亿元。首旅酒店以其股份为支付手段,缓解了自身的资金压力。

(三) 如家酒店管理团队获得首旅酒店股份完成利益绑定

不同于现金收购如家酒店非关联方股份,首旅酒店向沈南鹏、携程等管理团队和战略合作方提供的支付对价为股份,发行股份完毕后,如家酒店的联合创始人沈南鹏及其控制的 Smart Master、首席执行官孙坚、首席运营官宗翔新也分别持有首旅酒店的股份,能够有效保障如家酒店管理团队的稳定性,形成利益联盟。而作为重要战略合作方的携程上海及其关联方合计持有首旅酒店股权比例达 14.79%,为第二大股东,有利于实现首旅酒店和携程在线上线下的合作,完成首旅酒店依托互联网以及移动互联网技术进行线上线下业务的融合提升。

首旅酒店的大股东首旅集团向沈南鹏、携程、王碧君(梁建章的母亲)、孙坚、金蕊文(如家酒店集团首席战略官吴亦泓的母亲)、李向荣(如家酒店集团首席财务官)、宗翔新发行的可交换债,票面利率仅为

0.095%,换股价格仅为发行时正股价格,且无任何特殊条款,在性质上更加偏向于股性。上述条款下认购方实施换股权的可能性更高,形成进一步增持首旅酒店的股份的效果。

四、案例点评

(一) 跨境换股探讨

本次交易和之前市场上热议的航天科技跨境换股案中,交易对方均为境外设立的公司。上市公司通过向境外公司发行股份取得标的资产的股权,上市公司最终就向境外公司发行股份事项取得的是商务部关于战略投资者的批复,而未就外国投资者并购境内企业取得商务部批复。

1. 关于适用《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的问题

根据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》(以下简称《战投办法》)的规定,外国投资者取得上市公司A股股份以进行战略投资的行为需经商务部审批。2015年以来,随着境外收购的兴起,越来越多的外国投资者取得了商务部的战略投资者批复,但其中也不乏一些突破规则之处。

一是《战投办法》要求外国投资者首次投资完成后取得的股份比例,不低于该公司已发行股份的10%,但特殊行业有特别规定或经相关主管部门批准的除外。以往的案例中,通常持股比例不足10%的案例难以获得商务部审批,但是近年来屡有突破。如2015年星星科技向注册于文莱的New Popular Technology Co.,Ltd.发行占比不足10%的股份,仍然取得了商务部战略投资者的批复。实践中还有上市公司认为其向境外投资者发行股份未超过10%而无须商务部战略投资审批的情形。在本次交易中,Smart Master International Limited等境外机构取得上市公司股份不足10%,获得了商务部的战略投资者批复,不过,考虑到本次交易获得了北京市国资委的批复,可以说并未超出法律的框架。

二是《战投办法》要求外国投资者应当为外国法人或其他组织。但在本次交易中,沈南鹏作为中国香港人士最终获得了上市公司股份。实践中也有境外自然人认为其获得上市公司股份不适用《战投办法》而未

向商务部申报的情形。

综上,实践中由《战投办法》引发的诸多争议主要来源于“战略投资者”的概念不明确。《战投办法》本意是为了为上市公司引进境外先进管理经验、技术和资金,对战略投资者的审查旨在确认其是否有足够的实力对上市公司进行长期战略投资;但实践中短期、小额、财务性投资是否应当被认定为“战略投资”并不清晰;另外,对于未达到《战投办法》规定的战投条件的情形,是“无需向商务部申请”还是“禁止操作”也不明确,实践中把握口径也不一致。目前,需要向商务部申请战略投资批复的情形,大多出现在上市公司发行股份购买资产且交易对方为境外主体时,并非《战投办法》真正针对的对象,战略投资的定义不明更容易导致此类案件在实践操作中引起争议。

2. 关于适用《外国投资者并购境内企业的规定》的问题

《外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称《外资并购规定》,即著名的“10号文”)规定境外公司的股东以其持有的境外公司股权,或者境外公司以其增发的股份作为支付手段,购买境内公司股东的股权或者境内公司增发股份的行为(俗称“跨境换股”)需经商务部审批。目前,取得此类审批的实践较少。

从字面意思来看,境内上市公司向境外标的资产的股东发行股份,购买其股权应当适用《外资并购规定》,但是实践中已有的上市公司跨境换股案例,仅仅取得了商务部关于战略投资者的批复,而未取得跨境换股批复。主要原因是,有的上市公司认为《外资并购规定》所监管的“跨境换股”行为,所针对的是外国投资者换取境内上市公司股份的情形。之前已经通过的案例如航天科技、天津港发展收购天津港等均为国资背景,其交易对方最终为境内实体,实际为大股东向上市公司注入其所持有的境外资产,不应当适用《外资并购规定》。首旅酒店与上述案例稍有区别,标的资产如家酒店仅为其参股公司,但是考虑到如家酒店的红筹背景,与《外资并购规定》所指的“外国投资者”也不完全一致。总体而言,在此类案例中,商务部的规则并不明确,跨境换股能否如市场期待的那样广泛应用还存在不确定性。

《外资并购规定》于2006年修订时引入跨境换股的概念,确定可以以股份为支付方式,是我国首部明确可以用股权作为出资的规范性文

件,当时受到了市场的期待。但是经过多年实践,跨境换股却鲜有获得审批的案例,这既有监管层对作为支付手段的境外股权价值的疑虑,也有境内配套规定不完善的原因。在进一步的实践中,这些方面的相关规定仍需进一步完善,以便股份支付能够真正发挥其作用。

3. 关于并联审批

证监会会同工业和信息化部、发改委、商务部等部门,联合制定的《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》中明确规定,不再将发改委实施的境外投资项目核准和备案、商务部实施的外国投资者战略投资上市公司核准、经营者集中审查等三项审批事项,作为证监会上市公司并购重组行政许可审批的前置条件,改为并联式审批。

并联审批后,证监会对发行股份购买资产的审批不再以商务部的审批为前置程序,缩短了时长,提高了审核效率,为A股上市公司以跨境换股的方式实施海外并购提供了一定的便利。

(二) 私募可交换债的应用

1. 私募可交换债概述

可交换债指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券,其本质是大股东以其持有的上市公司股票作为质押为债券提供担保,只是额外含有换股期权机制而已。可交换债分为公募和私募,因为上市公司股东发行私募可交换债只需要获得交易所同意,所以目前实践中私募可交换债在并购重组领域的应用更为广泛。

私募可交换债兼具债性和股性。由于大股东发行的目的不同,债券的条款设置也会有所不同,从而体现出偏股或者偏债的不同属性。通常而言,换股价格溢价率越高,票面利率越高,换股的可能性越小,可交换债的股性越弱,债性越强。此外,补偿利率条款、赎回条款等条款也会降低持有人换股的意愿,从而导致债券的股性偏弱。本次交易中首旅集团发行的可交换债换股价格与发行日的正股价格一样,票面利率仅为0.095%,未设置任何特殊条款,相较而言具有较强的股性,这与首旅集团发行可交换债券的主要目的在于绑定如家酒店管理层的设计相关。

而2016年市场上另一单受人瞩目的并购重组内嵌发行可交换债案

例,艾派克大股东赛纳科技发行的可交换债的债性则相对更明显。赛纳科技于2016年7月28日和9月5日分别发行私募EB“16赛纳01”和“16赛纳01”,合计募资60亿元,该等债券的换股价格超过正股价格的80%,票面利率达4.5%,且含有下修条款、赎回条款,只有在艾派克股价大幅上升的情况下换股可能性较高。上述设置主要和赛纳科技发行可交换债的融资目的有关。艾派克收购Lexmark的主要出资来源来自于赛纳科技借款,截至2016年3月31日,赛纳科技货币资金账面金额不到20亿元,故需要通过发行可交换债的方式筹资。

2. 可交换债的功能

上市公司股东发行可交换债的动机主要是以预设价格减持股份或者低成本融资。如果投资者执行换股权,则发行人实现减持;如果投资者未执行换股权,由于可交债的票面利率比一般纯债券低,发行人也可以实现低成本融资。因此,可交债兼具减持和融资功能。

此外,可交换条款灵活,如果能够在并购重组中适当运用,有利于平衡各方利益。虽然目前鲜见直接用私募可交换债做支付手段的案例,但是随着再融资政策收紧,上市公司融资受限,大股东可能会更多地利用可交换债做一些并购和融资的安排。

3. 关于可交换债的监管

由于可交换债的监管要求相对宽松,大股东通过可交换债减持受到的监管和约束较少,实践中可能出现大股东滥用可交换债的情形。

一是大股东利用可交换债减持上市公司股份。目前我国公司治理总体倾向“股东中心主义”,大股东通常对上市公司有重大影响,为了防范大股东利用信息优势减持套利,监管机构会对大股东减持行为严加监管。现阶段,相关减持规范要求上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%;不得在“窗口期”内减持;持股5%以上股东持股比例每增加或者减少5%的应暂停二日等。但是,大股东发行可交换债后,可以利用换股达到被动减持的目标,无须受上述减持数量、窗口和节奏的限制。

二是大股东利用可交换债套利。有的大股东利用“定增+可交换债”模式进行套利,先发定增,再发可交换债,或者先发可交换债后定增,如此可在短至数月之内即可将定增价与换股价之间的收益锁定,达到低

买高卖的目的。这个过程中,为了达到价格上的落差,可能会存在大股东利用自身信息优势从事内幕交易或者市场操纵等行为。此外,由于可交换债的发行和换股存在时间差,应当遵守有关“短线交易”的规定,即非公开发行大股东认购时间和可交换债换股起始日之间应当相差6个月以上。目前,可交换债的信息披露存在不足,尤其是私募可交换债发行人仅需披露债券挂牌公告,无须披露募集说明书,公告内容一般只简单列示募资总额、债券期限、票面利率、挂牌日等,甚至未披露换股起始日期和换股价格。为减少大股东利用可交换债套利的空间,建议加强可交换债的信息披露要求,换股期前应当披露提示性公告;换股期间披露进展公告,达到权益变动标准的应履行相应信息披露义务;换股结束后应当披露股东和债券持有人的持股变动情况。